

EXTRATO DA SESSÃO DE JULGAMENTO DO PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM nº 12/2010

Acusados: Fernanda Ferraz Braga de Lima  
Gradual CCTVM S.A.  
João Marcos Cintra Gordinho

Ementa: Criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários.  
Absolvição e multas.

Decisão: Vistos, relatados e discutidos os autos, o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, com base na prova dos autos e na legislação aplicável, por unanimidade de votos, com fundamento no artigo 11, inciso II, da Lei nº 6.385/76, decidiu:

1. Preliminarmente, rejeitar o pedido de reconsideração da Decisão do Colegiado da CVM de 29 de julho de 2014 feito por Fernanda Ferraz Braga de Lima e Gradual CCTVM S.A.
2. Ainda preliminarmente, rejeitar a nova Proposta de Termo de Compromisso apresentada pelo acusado João Marcos Cintra Gordinho em 15 de setembro de 2014.
3. No mérito:
  - 3.1. **Absolver** a acusada **Fernanda Ferraz Braga de Lima** da imputação de criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, em suposta infração ao inciso II, alínea "a", da Instrução CVM nº 08/79;
  - 3.2. Aplicar à **Gradual CCTVM S.A.** a penalidade de **multa pecuniária no valor de R\$ 200.000,00** pela criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, em infração ao disposto no inciso II, alínea "a", da Instrução CVM nº 08/79;
  - 3.3. Aplicar ao acusado **João Marcos Cintra Gordinho a penalidade de multa pecuniária no valor de R\$693.739,40** (seiscentos e noventa e três mil, setecentos e trinta e nove reais e quarenta centavos), pela criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, em infração ao disposto no inciso II, alínea "a", da Instrução CVM nº 08/79;

Os acusados punidos terão um prazo de 30 dias, a contar do recebimento de comunicação da CVM, para interpor recurso, com efeito suspensivo, ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, nos termos dos artigos 37 e 38 da Deliberação CVM nº 538, de 05 de março de 2008, prazo esse, ao qual, de acordo com a orientação fixada pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, poderá ser aplicado o disposto no art. 191 do Código de Processo Civil, que concede prazo em dobro para recorrer quando os litisconsórcios tiverem diferentes procuradores.

A CVM interporá recurso de ofício da decisão absolutória ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.

Proferiu defesa oral o advogado João Pedro Charles Valladares Pádua, representante do acusado João Marcos Cintra Gordinho.

O advogado Carlos Augusto Junqueira de Siqueira, representante da Gradual CCTVM S.A. e de Fernanda Ferraz Braga de Lima, não fez sustentação oral.

Presente a Procuradora-federal Luciana Silva Alves, representante da Procuradoria Federal Especializada da CVM.

Participaram da Sessão de Julgamento os Diretores Luciana Dias, Relatora, Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, Roberto Tadeu Antunes Fernandes e o Presidente da CVM, Leonardo P. Gomes Pereira, que presidiu a Sessão.

Rio de Janeiro, 07 de outubro 2014.

Luciana Dias

Diretora-Relatora

Leonardo P. Gomes Pereira  
Presidente da Sessão de Julgamento

## PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM nº 12/2010

Acusados: Gradual CCTVM S.A.  
Agostinho Renoldi Junior  
Fernanda Ferraz Braga de Lima  
João Marcos Cintra Gordinho

Assunto: Apurar a ocorrência de eventuais irregularidades em negócios realizados nos mercados futuros da BM&F, no período de 2006 a 2007, por intermédio da Corretora Gradual CCTVM S.A.

Relatora: Diretora Luciana Dias

### Relatório

#### I. Objeto

1. Trata-se de processo administrativo sancionador ("PAS") instaurado pela Superintendência de Processos Sancionadores e pela Procuradoria Federal Especializada na CVM ("SPS" e "PFE", respectivamente, e "Acusação", quando referidas em conjunto), para apurar ocorrência de eventuais irregularidades em negócios realizados nos mercados futuros da BM&F, no período de 2006 a 2007, por intermédio da corretora Gradual CCTVM S.A. ("Gradual").

#### II. Origem

2. O PAS nº 12/2010 teve origem no acompanhamento de operações realizadas nos mercados futuros da BM&F de março de 2006 a novembro de 2007, quando a Gerência de Acompanhamento de Mercado-2 ("GMA-2"), no âmbito do Processo SP2008/34, verificou que operações intermediadas pela Gradual, sob responsabilidade de João Marcos Cintra Gordinho ("João Gordinho"), revelavam possível vínculo entre o lucro auferido pela esposa do operador, Maria Olivia da Veiga Cintra Gordinho ("Maria Gordinho"), e pela carteira própria da corretora e o prejuízo incorrido por outros comitentes dessa corretora (fls. 7-22).

3. Segundo a GMA-2, Maria Gordinho, João Gordinho e a carteira própria da corretora obtiveram, respectivamente, ganho total em ajustes diários de R\$2.329.889,50, R\$157.975,00 e R\$1.546.916,52 nas operações cursadas no mercado de Contrato Futuro de Taxa de Câmbio de Reais por Dólar Comercial ("DOL").

4. Após o exame dessas negociações, o entendimento da GMA-2 foi o de que subsistiam indícios de infrações às normas do mercado de valores mobiliários, com definição previamente acordada de ganhadores e perdedores, por meio da alocação, sob a responsabilidade de João Gordinho, dos negócios com preços favoráveis para ele e sua esposa e dos negócios com preços desfavoráveis para outros comitentes da corretora.

#### III. Proposta e instauração do inquérito

5. Em 15.2.2008, a GMA-2 propôs a instauração de Inquérito Administrativo ("IA") para esclarecer as circunstâncias que envolveram os fatos acima relatados, bem como de outros que pudessem ser identificados no aprofundamento das investigações e, assim, apurar a eventual ocorrência de práticas ilegais no âmbito do mercado de valores mobiliários (fl. 5).

6. Em 25.2.2008, a Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários concordou com a proposta da GMA-2 e encaminhou o processo para apreciação da Superintendência Geral ("SGE") que, em 18.3.2008, autorizou a instauração do IA (fls. 2 e 6). Em 17.6.2010, por meio da PORTARIA/CVM/SGE/Nº 144/2010 (fl. 1), foi instaurado o IA nº 12/2010.

#### IV. Relatório de Inquérito (fls. 265-298)

##### a) Ambiente de controle da Gradual

7. Primeiramente, foram obtidos junto à BM&FBovespa Supervisão de Mercados - BSM os relatórios de auditoria operacional e de auditoria de reespecificação, com relação aos segmentos BM&F e BOVESPA, realizadas na Gradual em 2006 e 2007, respectivamente, bem como o relatório referente ao processo de certificação da Gradual no Programa de Qualificação Operacional ("PQO") iniciado em 2007.

8. Os referidos relatórios demonstraram irregularidades e a inadequação de procedimentos operacionais e administrativos adotados pela corretora em relação, dentre outros, ao cadastro de clientes, às ordens de operação e de registro de ofertas e à reespecificação de ordens. O relatório relativo ao PQO, especificamente, concluiu serem insatisfatórios os procedimentos de controle da mesa de operações e os sistemas de controles internos da Gradual.

9. Em relação a esses controles, a Diretora Executiva Fernanda Ferraz Braga de Lima (“Fernanda Lima”) afirmou, em depoimento, que em 2006 não existiam profissionais dedicados especificamente à área de *compliance* na Gradual. Somente a partir do segundo semestre de 2007 foram contratados profissionais para estruturar as áreas de *compliance* e de risco da corretora.

## **b) Operações dos comitentes supostamente prejudicados**

10. Em razão dos questionamentos da GMA-2 acerca do vínculo entre o lucro auferido por João e Maria Gordinho e pela Gradual, e o prejuízo de determinados comitentes, em especial, dos fundos de investimento M.F.I.M, M.I.F.I.M. e M.P.F.I.M., foi realizada a análise das operações desses fundos ocorridas nos mercados de DOL em 2006 e 2007.

11. No entanto, não foram verificadas relações entre as operações realizadas por João e Maria Gordinho e aquelas realizadas pelos fundos, nem foi possível identificar o favorecimento da própria Gradual em detrimento das contas desses comitentes.

## **c) Atuação de João e Maria Gordinho**

12. Segundo sua ficha cadastral, Maria Gordinho é analista de sistemas e casada com João Gordinho, que também é seu representante perante a Gradual, com poderes para, por exemplo, emitir verbalmente ordens para a compra ou a venda de títulos e valores mobiliários no mercado de derivativos. Embora a atribuição desses poderes só tenha sido formalizada por meio de procuração datada de 1.6.2006, Maria Gordinho declarou, em depoimento, que seu marido também foi o responsável por operações realizadas em seu nome entre janeiro e junho de 2006.

13. João Gordinho, por sua vez, é operador de mercado e funcionário da Gradual desde 1.3.2005, tendo sido responsável por, aproximadamente, 70% do volume total de negócios intermediados por essa corretora no mercado de DOL nos anos de 2006 e 2007. Além de representar e operar para sua esposa, realizou operações para outros clientes e para a carteira própria da corretora.

14. Conforme apurado pela Acusação, o salário de João Gordinho declarado em sua ficha cadastral correspondia a R\$ 450,00, valor ligeiramente superior ao salário mínimo vigente à época. Entretanto, com base em depoimentos do próprio João Gordinho, de Fernanda Lima e de Agostinho Renoldi Junior, sócio da corretora e também Diretor de Operações (“Agostinho Renoldi”) (fls. 253-257, 261/262), a Acusação afirma que a efetiva remuneração do operador não se limitava a esse valor.

15. Complementando o salário formal, a Gradual e João Gordinho mantinham “*contrato verbal que agregava ao salário do operador uma parcela variável, correspondente a aproximadamente 50% da performance que João Gordinho obtivesse nas operações que realizava para a carteira própria da corretora*” (fl. 276). Essa parcela de remuneração variável não era paga diretamente pela Gradual, mas sim, por meio de resultados pré-determinados obtidos nas operações realizadas no mercado de DOL em nome da esposa do operador, Maria Gordinho.

## **c.1) Operações realizadas entre janeiro de 2006 e junho de 2007: *day-trade***

16. Entre janeiro de 2006 e junho de 2007, tanto Maria quanto João Gordinho realizaram operações no mercado de Contrato Futuro de Índice (“IND”) e, principalmente, no mercado de DOL já mencionado. Neste último, o casal realizou, com uma única exceção, somente operações *day-trade*, com resultados positivos em todos os pregões em que atuou, obtendo taxa de sucesso de 100% e lucro bruto de R\$1.717.825,00, sendo R\$1.559.850,00, em nome de Maria Gordinho e R\$157.975,00, de João Gordinho.

17. Segundo a Acusação, João Gordinho se utilizava de quatro maneiras distintas de viabilizar negócios vencedores<sup>1</sup>:

- (i) emissão de ordens de compra e de venda em nome de Maria Gordinho somente após ter

sido verificada a existência de negócios já executados por intermédio da Gradual, mas ainda não especificados, que propiciariam resultados positivos nas operações de *day-trade*<sup>2</sup>;

(ii) especificação tardia em uma das pontas do negócio (compra ou venda), e na outra ponta, a reespecificação de um negócio atribuído inicialmente à conta da própria corretora, de modo a proporcionar um *day-trade* lucrativo;

(iii) realização, em uma das pontas, do processo de reespecificação, mas, na outra, realização da sequência normal esperada para o tipo de operação, ou seja, transmissão da ordem pelo cliente, emissão/registro da respectiva ordem pela corretora e a realização do negócio demandado no mercado; e

(iv) realização de *day-trades* com contratos de DOL, registrando-os inicialmente na conta da corretora para posteriormente, quando o resultado da operação já fosse conhecido, reespecificá-los na conta de Maria Gordinho.

18. Com base nessas estratégias, a Acusação verificou que foram realizados negócios por João Gordinho e em nome de Maria Gordinho, somente no momento em que já era possível estabelecer os resultados que seriam alcançados. Assim, o sucesso nas operações realizadas em nome da esposa do operador seria consequência da utilização de artifícios, tais como a especificação tardia de ordens e reespecificação de negócios, não tendo a comitente em momento algum se submetido aos riscos inerentes ao mercado em que atuou.

19. A Acusação observou que, em média, 24,1% das ordens de Maria Gordinho foram registradas tardiamente, que 53,7% dos negócios atribuídos à comitente eram oriundos de reespecificação e que o restante dos negócios também estaria eivado de ilicitudes, uma vez que, em alguns casos, após a reespecificação de ordens, seria possível observar a sequência normal de execução de determinadas operações e ainda assim ter garantia de sucesso.

20. A Acusação apurou que as operações *day-trade* ora analisadas concentravam-se nas últimas semanas de cada mês, quando João Gordinho e a Gradual já tinham conhecimento do resultado da carteira própria da corretora. Conforme declarado por João Gordinho *“tais operações eram realizadas para compor o pagamento, efetuado pela corretora, de sua remuneração, sendo que os resultados obtidos nessas operações deveriam corresponder a um percentual da performance que ele obtinha para a carteira própria da corretora”* (fl. 284).

21. Ainda de acordo com as declarações do operador, as estratégias para a carteira própria da corretora no mercado de DOL e o levantamento do resultado das operações e, por consequência, do valor que deveria auferir nas operações realizadas em nome de sua esposa, era determinados mensalmente junto ao diretor Agostinho Renoldi, a quem João Gordinho estava diretamente subordinado.

22. Acerca das operações realizadas, Fernanda Lima, diretora da Gradual, declarou que João Gordinho tinha um montante de aproximadamente R\$500.000,00 para, no final de cada mês, operar arbitragem nos mercados futuros de DOL e IND para a posição proprietária da corretora e que, acima deste limite, acreditava ser necessária a anuência do diretor Agostinho Renoldi.

23. A respeito da remuneração do operador, a mesma diretora declarou que, *“a princípio, acreditava que o João Marcos recebia o complemento da sua remuneração por intermédio da empresa de [C.H.]<sup>3</sup>, como prestador de serviço. Somente mais tarde, por ocasião da auditoria da BM&F para implementação do PQO, em junho de 2007, foi que tomou conhecimento de que João Marcos retirava o restante da sua remuneração acordada, ou seja, 50% daquilo que gerasse de ganho nas operações, por meio de day-trades realizados em nome de sua esposa Maria Olívia”* (fl. 284).

24. O diretor Agostinho Renoldi, por sua vez, afirmou que a corretora não apresentava carteira própria, mas, somente realizava transações de arbitragem com dólar e índice. Segundo o diretor, João Gordinho teria sido contratado especificamente para esse fim e teria liberdade para fazer essas operações dentro de um limite definido de exposição, cujo valor não se recordava.

25. Apesar de ser indicado na ficha cadastral como a pessoa autorizada a emitir ordens em nome da corretora, o mesmo diretor afirmou que, na prática, não as emitia, pois isso configuraria conflito de interesses, já que era o diretor responsável pelos recursos de terceiros. Ao ser questionado por supervisionar as operações realizadas em nome da Gradual, conforme indicado em declaração de Fernanda Lima, o diretor Agostinho Renoldi respondeu que *“na verdade havia uma confusão entre a sua atividade de acionista e de diretor e que o acompanhamento das operações que [a corretora] realizava era em função da sua condição de acionista, motivo pelo qual solicitava relatórios a respeito do resultado dessas operações”* (fl. 285).

26. Quanto à remuneração de João Gordinho, o diretor confirmou que, além dos R\$450,00, o operador *“recebia cerca de cinquenta por cento do lucro obtido nas operações realizadas para a Gradual, pago da seguinte forma: a partir de determinado dia de cada mês realizava operações semelhantes às da Gradual em nome de sua esposa Maria Olivia, de forma a dividir o ganho entre a corretora e ele, por meio da conta de sua esposa”* (fl. 285).

27. Por último, a Acusação ressaltou que as operações realizadas no mercado de IND em nome de João e de Maria Gordinho tiveram as mesmas características daquelas realizadas no mercado de DOL, de forma que, em nenhum momento, estes tenham se submetido aos riscos inerentes a esse mercado. Nesses negócios, João e Maria Gordinho obtiveram, respectivamente, lucro de R\$84.600,00 e R\$19.800,00 (fl. 264).

## **c.2) Operações envolvendo carregamento de posições**

28. Além das operações mencionadas na seção anterior, a Acusação apurou que, nos meses de junho a novembro de 2007, foram realizadas, em nome de Maria Gordinho, operações envolvendo carregamento de posições, com diferentes vencimentos de contratos de DOL.

29. Essas operações, em princípio, corresponderiam àquelas conhecidas no mercado financeiro como *spread de futuros*<sup>4</sup>, cujo objetivo seria auferir lucro com as mudanças na relação de preços entre contratos futuros de determinado derivativo e com vencimento em meses distintos. Contudo, segundo a Acusação, tal enquadramento deveria ser afastado em função da identificação de determinados artifícios nessas operações, como a reespecificação de ordens e distribuição de negócios.

30. Ao todo, observou-se a realização de sete negócios, envolvendo operações de carregamento. Todas as operações foram encerradas no pregão subsequente àquele em que se realizou a abertura de posição, com taxa de sucesso de 100% e lucro total de R\$490.239,50 para Maria Gordinho.

31. Dentre as irregularidades apontadas pela Acusação nas operações de carregamento, verificou-se que, com base na reespecificação de ordens, os melhores negócios antes atribuídos para a conta da própria Gradual eram passados à conta de Maria Gordinho.

32. Além disso, também ocorria o aproveitamento de janelas de distribuição da BM&F<sup>5</sup> para direcionar os melhores negócios de uma determinada janela para Maria Gordinho. Nos períodos analisados pela Acusação, dentre todas as operações intermediadas pela Gradual em uma janela, as melhores eram especificadas para Maria Gordinho.

## **d) Conclusões da Acusação**

33. Em razão da sequência de eventos descrita no Relatório de Inquérito, a Acusação apresentou as seguintes conclusões:

(i) foi confirmada a existência de um esquema voltado à remuneração de João Gordinho por serviços prestados à corretora, segundo o qual a Gradual pagava ao operador, por meio dos resultados auferidos nos negócios efetuados em nome de sua esposa, o valor correspondente a 50% da performance que ele obtivesse nas operações que realizasse para a carteira própria da corretora nos mercados BM&F;

(ii) os negócios em nome de Maria Gordinho ocorriam sempre ao final de cada mês, sendo predeterminados pela utilização de reespecificações e especificações tardias de ordens determinadas por João Gordinho;

(iii) os investigados confessaram a existência de ajuste contratual relativo ao pagamento de parcela variável da remuneração devida pela Gradual a João Gordinho por meio de resultados direcionados em favor de sua esposa;

(iv) essas operações coordenadas por João Gordinho, com a anuência dos diretores da Gradual, evidenciariam a realização de negócios não equitativos, que objetivariam adimplir o pagamento da parcela variável da remuneração do operador, utilizando o mercado de capitais com o *“eventual interesse em se burlar a legislação trabalhista e tributária, ilidindo tributos e encargos incidentes sobre a renda e sobre a folha de pagamento”* (fl.292);

(v) os negócios intermediados pela Gradual e titulados em favor de Maria Gordinho constituiriam conduta vedada pelo inciso I e descrita no inciso II, alínea “d” da Instrução CVM nº 8, de 1979<sup>6</sup>;

(vi) a prática não equitativa consistiria especificamente na existência de operações em que a titularidade final dos negócios e o respectivo resultado haviam sido pré-combinados e, diante do conluio confessado entre os investigados, além de João Gordinho, também deveriam ser responsabilizados a Gradual e seus diretores; e

(vii) no entanto, não seria possível imputar qualquer responsabilidade à Maria Gordinho posto que, não obstante ter viabilizado a concretização das operações, não houve provas suficientes de que ela tinha real consciência da ilicitude perpetrada por João Gordinho e pela Gradual por meio da movimentação de sua conta.

## e) Irregularidades e responsabilizações

34. Diante do exposto acima, a Acusação requereu que fossem responsabilizadas as seguintes pessoas:

(i) **Gradual CCTVM S.A.**, por valer-se dos mercados da BM&F para, por meio de operações sem risco e com resultados predeterminados, operacionalizar o pagamento de remuneração variável para João Gordinho, consubstanciada nos resultados auferidos nos negócios efetuados em nome de sua esposa, Maria Gordinho, nos quais foram utilizados os artifícios de reespecificações e especificações tardias determinados por João Gordinho, que geraram condições de desigualdade frente aos demais participantes do mercado, em prejuízo à higidez e confiabilidade necessárias à manutenção do mercado de valores mobiliários, em infração à vedação prevista no inciso I e descrita no inciso II, alínea “d”, da Instrução CVM nº 08, de 1979;

(ii) **Agostinho Renoldi Junior**, na qualidade de Diretor de operações, por permitir e viabilizar a utilização dos mercados da BM&F para, por meio de operações sem risco e com resultados predeterminados, operacionalizar o pagamento de remuneração variável para João Gordinho, consubstanciada nos resultados auferidos nos negócios efetuados em nome de sua esposa, Maria Gordinho, nos quais foram utilizados artifícios de reespecificações e especificações tardias determinados por João Gordinho, que geraram condições de desigualdade frente aos demais participantes do mercado, em prejuízo às higidez e confiabilidade necessárias à manutenção do mercado de valores mobiliários, em infração à vedação prevista no inciso I e descrita no inciso II, alínea “d”, da Instrução CVM nº 8, de 1979;

(iii) **Fernanda Ferraz Braga de Lima**, na qualidade de Diretora Executiva, por permitir e viabilizar a utilização dos mercados da BM&F para, por meio de operações sem risco e com resultados predeterminados, operacionalizar o pagamento de remuneração variável para João Gordinho, consubstanciada nos resultados auferidos nos negócios efetuados em nome de sua

esposa, Maria Gordinho, nos quais foram utilizados artifícios de reespecificações e especificações tardias determinados por João Gordinho, que geraram condições de desigualdade frente aos demais participantes do mercado, em prejuízo à higidez e confiabilidade necessárias à manutenção do mercado de valores mobiliários, em infração à vedação prevista no inciso I e descrita no inciso II, alínea “d”, da Instrução CVM nº 8, de 1979; e

(iv) **João Marcos Cintra Gordinho**, por valer-se dos mercados da BM&F para, por meio de operações sem risco e com resultados predeterminados, operacionalizar o pagamento de sua remuneração variável, consubstanciada nos resultados auferidos nos negócios efetuados em nome de sua esposa Maria Gordinho, nos quais foram utilizados artifícios de reespecificações e especificações tardias de ordens por ele determinados, que geraram condições de desigualdade frente aos demais participantes do mercado, em prejuízo à higidez e confiabilidade necessárias à manutenção do mercado de valores mobiliários, em infração à vedação prevista no inciso I e descrita no inciso II, alínea “d”, da Instrução CVM nº 8, de 1979.

35. Considerando, ainda, os fatos descritos no Relatório de Inquérito, a Acusação propôs, em cumprimento ao disposto no art.10, inciso II, da Deliberação CVM nº 538, de 2008, que fosse levada a efeito comunicação à Delegacia da Receita Federal em São Paulo e à Delegacia Regional do Trabalho de São Paulo para que, cada uma em seu âmbito de atuação, tivesse ciência das práticas ora descritas e adotasse as medidas legais e cabíveis que entendesse pertinentes.

## V. Defesas

36. A Gradual, Agostinho Renoldi e Fernanda Lima apresentaram defesa conjunta, com base nos seguintes argumentos (fls. 332-361):

(i) considerando ser indispensável a existência de culpabilidade atribuível ao agente, ou seja, a atuação dolosa do agente no sentido de auferir benefícios em prejuízo às partes envolvidas em determinada operação, a Acusação não teria conseguido comprovar a participação da Gradual e de seus diretores Agostinho Renoldi e Fernanda Lima nas operações aqui analisadas;

(ii) os diretores acusados não comandaram, nem tiveram conhecimento de cada uma das operações executadas por João Gordinho, visto que possuíam outras atribuições que não a execução e/ou registro de ordens de negociação emitidas por clientes da Gradual;

(iii) Agostinho Renoldi, por ser responsável pela administração de recursos de terceiros, não tinha, nem poderia ter, qualquer ingerência sobre as operações realizadas com carteira própria da Gradual, sob risco de incorrer em conflito de interesses;

(iv) à Fernanda Lima competiam somente funções administrativas relacionadas à área de *back-office*, cadastro de clientes e instauração do PQO no âmbito da corretora, não tendo qualquer ingerência sobre a execução e/ou registro de ordens de negociação. Essas atividades, inclusive, passaram a ser desempenhadas pela diretora somente a partir de novembro de 2006;

(v) até a auditoria realizada pela BM&FBovespa para implementação do PQO, iniciado em junho de 2007, Fernanda Lima não tinha conhecimento do fato de que João Gordinho recebia remuneração variável utilizando a carteira de sua esposa e, por entender que essa forma de remuneração não seria a mais adequada, iniciou o processo de criação de um fundo a fim de remunerar o operador com base na valorização de suas cotas;

(vi) não sendo possível verificar a atuação dolosa dos diretores, tampouco se poderia falar em culpa por negligência, uma vez que esta não seria suficiente para caracterizar o tipo “prática não equitativa”;

(vii) o mesmo tipo administrativo pressupõe que haja uma relação de desequilíbrio entre as contrapartes de uma mesma negociação (sujeitos determináveis) e, tratando-se de uma disposição repressiva, sua interpretação deve ser restritiva, sendo vedada, portanto, a indicação de prejuízos aos participantes dos mercados da BM&F no geral;

(viii) com base nisso, também é possível afirmar que não houve lesão ao bem jurídico tutelado pela norma de vedação à prática não equitativa, qual seja, a equidade entre os participantes da operação, no caso em tela, João Gordinho e a Gradual;

(ix) a constatação de prejuízos a uma das partes tem sido considerada pelo Colegiado da CVM como um parâmetro para a identificação de práticas não equitativas<sup>7</sup> e, no presente caso, não seria possível identificar prejuízos à Gradual (contrapartes das operações) ou a terceiros como decorrência das operações tidas como irregulares;

(x) com relação à Gradual, seria improcedente a imputação da infração em questão, uma vez que a corretora figuraria como sujeito passivo das operações que se pretende considerar como não equitativas; e

(xi) independentemente de se tratar de corretora ou de quaisquer participantes do mercado de valores mobiliários, a investigação e punição por eventual transgressão a regras de natureza trabalhista ou tributária exorbitariam a competência fiscalizadora outorgada pela Lei nº 6.386, de 1976, à CVM.

37. João Gordinho, por sua vez, apresentou defesa baseada nos seguintes argumentos (fls. 320-328):

(i) um dos elementos do tipo do ilícito administrativo de prática não equitativa, qual seja, o desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação, não estaria presente nos fatos;

(ii) todas as operações discutidas teriam envolvido a Gradual e Maria Gordinho como únicas contrapartes, resultando na transferência de patrimônio da primeira para a segunda e sem que houvesse outros atores envolvidos;

(iii) além de não existir prejuízos a outros participantes do mercado, não havia prejuízos ou provação de uma situação de desequilíbrio em relação à Gradual, uma vez que o que é considerado como prejuízo no contexto do mercado da BM&F seria considerado como pagamento no contexto da relação comercial entre a corretora e João Gordinho;

(iv) em razão de o único prejuízo suportado por alguém, que não fosse a Gradual, ser o suposto prejuízo suportado pelo Fisco, não seria possível demonstrar que João Gordinho agiu com o dolo específico de auferir proveito da situação no contexto do mercado de capitais; e

(v) por fim, não seria competência legal, ou constitucional, da CVM fiscalizar o cumprimento da



legislação fiscal ou trabalhista.

## **VI. Primeira proposta de termo de compromisso**

38. Em 13.10.2011, todos os acusados manifestaram a intenção de celebrar termo de compromisso, propondo o pagamento de R\$50.000,00 cada, totalizando R\$200.000,00. No entanto, diante da abertura de negociação pelo Comitê de Termo de Compromisso e elaboração de uma contraproposta, os acusados informaram, em 22.12.2011, a retirada da proposta inicial.

## **VII. Redefinição jurídica dos fatos**

39. Em 11.3.2014, consoante proposta da Diretora Relatora deste processo e nos termos do art. 25 da Deliberação CVM nº 538, de 2008<sup>8</sup>, o Colegiado da CVM aprovou a atribuição de nova definição jurídica aos fatos identificados pela Acusação (fls. 419-426).

40. Para o Colegiado, ainda que mecanismos como a especificação tardia de ordens, a reespecificação e o direcionamento de melhores negócios para um determinado comitente possam vir a demonstrar a ocorrência de práticas não equitativas no mercado de valores mobiliários, os fatos analisados no presente processo não permitiriam a identificação de um dos elementos caracterizadores desse tipo de ilícito, qual seja, uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade de uma das partes em face dos demais participantes da operação.

41. Neste caso, apesar de as operações executadas por João Gordinho resultarem em aparente prejuízo à Gradual, essa posição de desigualdade era previamente acordada entre as partes, sendo do interesse da própria corretora. Com isso, não seria possível considerar que a Gradual estava em posição de indevido desequilíbrio em relação a sua contraparte nas operações, Maria Gordinho.

42. Por outro lado, o Colegiado entendeu que as condutas dos acusados poderiam ser classificadas como criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, descrita no inciso II, alínea "a", da Instrução CVM nº 8, de 1979<sup>9</sup>.

43. Fundamentando esse entendimento, o Colegiado observou que, com base na Deliberação CVM nº 14, de 1983<sup>10</sup> e em precedentes<sup>11</sup>, operações que fugissem à finalidade do mercado poderiam reduzir a confiabilidade de seus participantes e potencialmente afetar os preços, índices e outras operações de maneira artificial e, por isso, enquadrar-se-iam na vedação imposta pela alínea "a" do inciso II da Instrução CVM nº 8, de 1979.

44. E esse seria justamente o caso dos fatos narrados pela Acusação, de acordo com os quais as operações realizadas por João Gordinho pareciam estar voltadas exclusivamente à finalidade de justificar certa remuneração variável acordada entre ele e a Gradual, sem guardar nenhuma relação com o mercado de valores mobiliários.

45. Uma vez aprovada a redefinição jurídica dos fatos, todos os acusados foram então notificados para que pudessem aditar suas defesas em linha com o art. 26 da Deliberação CVM nº 538, de 2008<sup>12</sup>.

## **VIII. Aditamento das defesas**

46. Em 11.4.2014, em resposta à intimação encaminhada pela CVM, os antigos procuradores do diretor Agostinho Renoldi informaram à CVM que o referido acusado falecera em 17.11.2012, juntando aos autos a sua certidão de óbito (fls. 449/450).

47. Em 5.6.2014, a Gradual e sua diretora Fernanda Lima apresentaram defesa conjunta (fls. 451-484). Primeiramente, esses dois acusados buscaram individualizar a conduta de cada um dos envolvidos no processo e, em especial, de Fernanda Lima, tendo argumentado que:

(i) Fernanda Lima foi eleita na qualidade de diretora estatutária da Gradual apenas na assembleia geral extraordinária realizada em 30.10.2006, tendo assumido sua função apenas em 8.1.2007, depois da obtenção de autorização do BACEN;

(ii) ao assumir seu cargo, Fernanda Lima ficou responsável somente pela área de *back office* e cadastro e pela tarefa de implementar o PQO;

(iii) antes do início do PQO, em junho de 2007, Fernanda Lima não tinha sequer conhecimento da forma com que João Gordinho era remunerado;

- (iv) o operador havia sido contratado por Agostinho Renoldi, o qual foi responsável por negociar, estruturar e implementar o mecanismo de pagamento da remuneração variável;
- (v) depois de tomar conhecimento desse mecanismo com base no PQO, a diretora Fernanda Lima teria iniciado o processo de criação do Granadá - Fundo de Investimento Multimercado ("Fundo Granadá"), visando remunerar João Gordinho de forma "*mais transparente, por meio da valorização das cotas do referido fundo*" (fl. 459);
- (vi) essa medida teria sido tomada em conjunto com uma série de outras iniciativas da diretora Fernanda Lima, que, desde sua entrada na Gradual, contribuiu para a profissionalização da gestão, aprimoramento de sistemas, infraestrutura e controles internos;
- (vii) mais do que isso, a medida teria demonstrado a diligência proativa e boa-fé de Fernanda Lima, sendo essa a conduta esperada da diretora para corrigir uma falha para a qual não teria contribuído;
- (viii) logo, a Acusação teria razão em afirmar que, em 2011, quando coletados os depoimentos da diretora, ela tinha ciência das operações realizadas para remunerar João Gordinho, mas teria desconsiderado as medidas adotadas pela mesma diretora após tomar conhecimento desse mecanismo em 2007; e
- (ix) em razão do exposto acima, não seria cabível responsabilizar a diretora Fernanda Lima pelas práticas implementadas por Agostinho Renoldi e que ela mesma procurou corrigir quando delas tomou conhecimento.

48. Em seguida, a defesa da Gradual e de Fernanda Lima buscou demonstrar que, no presente caso, não estariam presentes os elementos necessários para configurar o ilícito de criação de condições artificiais de oferta, demanda e preço de valores mobiliários, a saber: "*(i) a realização [de] operações simuladas ou artificiais; (ii) dolo do agente - a pretensão de se criar um falso mercado; e (iii) a efetiva alteração de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários objeto das operações*" (fls. 465/466). Para sustentar essa afirmação, os acusados indicaram que:

- (i) em primeiro lugar, para a configuração de operações simuladas ou artificiais, seria necessário identificar um "*alinhamento de interesses entre as partes de uma negociação com o intuito de se criar um falso mercado para os papéis negociados*" (fl. 466);
- (ii) em outras palavras, essas operações corresponderiam a negociações simuladas, pelas quais se buscaria criar uma aparência de liquidez e, assim, "*provocar um falso parâmetro de volume de operações, alterando o livre processo de preços no mercado*" (fl. 466);
- (iii) no entanto, no presente processo, as operações teriam sido realizadas com terceiros independentes, observados os parâmetros de mercado em termos de volume e cotação e inexistindo indícios em contrário;
- (iv) em resumo, não se podendo identificar qualquer combinação ou simulação nos negócios realizados pela Gradual, não estaria presente o primeiro elemento caracterizador do tipo imputado aos acusados;
- (v) em segundo lugar, não teria havido dolo específico por parte de Fernanda Lima ou da Gradual, quanto a isso, caberia destacar que Fernanda Lima não teria participado ou consentido com as operações realizadas e teria atuado no sentido de corrigi-las por meio da criação do Fundo Granadá antes mesmo da atuação da CVM, por outro lado, a Gradual teria sido a principal prejudicada pelas mencionadas operações;
- (vi) em terceiro lugar, também não se verificaria no presente caso a efetiva alteração do processo regular de formação de preços no mercado;
- (vii) nesse sentido, a Deliberação CVM nº 14, de 1983 exigiria, "*para a caracterização da conduta ilícita, a existência de negócios com resultados acertados, provocando alterações indevidas no fluxo das ordens de negociação e, assim, no volume de negócios e na formação regular de preços*" (fl. 472);
- (viii) inclusive, no Processo Administrativo Sancionador CVM nº 24/00, julgado em 18.8.2005, os

acusados teriam sido absolvidos, tendo em vista que, embora as operações por eles realizadas “visassem apenas à satisfação de interesses estranhos ao mercado de capitais, estas foram realizadas em volume incapaz de causar anormalidades em um mercado de alta liquidez” (no caso, o mercado futuro de Ibovespa) (fl. 472);

(ix) nesse precedente, teria sido vencido o entendimento de que não seria necessária a correlação entre o volume operado e a criação de artificialidade no mercado;

(x) já no presente processo, as operações “foram realizadas em mercado futuro de dólar e índice da BMFBOVESPA, mercado de alta liquidez, sem qualquer intuito ou capacidade de alterar o regular funcionamento do mercado” (fls. 472/473);

(xi) conforme dados apurados pela defesa, enquanto a Gradual ocuparia na época o 34º lugar no ranking da Bolsa, o volume total mensal acumulado de negócios realizados por intermédio dela no mesmo período em que se verificaram as operações de João Gordinho corresponderia a 0,30% dos mercados, de forma que as operações desse operador específico corresponderiam a 0,04% do mercado;

(xii) ao contrário de outros precedentes, inclusive aqueles mencionados na decisão do Colegiado de 11.3.2014, as operações ora discutidas teriam se valido de parâmetros de mercado e não teriam sido pré-combinadas entre partes em conluio;

(xiii) para a aplicação do inciso II, “a”, da Instrução CVM nº 8, de 1979, seria necessária a “constatação de uma voluntária anormalidade no mercado de capitais, não cabendo ao intérprete ampliar o sentido da norma de índole repressiva para alcançar situações que não foram originalmente previstas no processo de edição da norma” (fl. 476); e

(xiv) dito isso, considerando que a Gradual foi a principal prejudicada pelas operações e que os fatos ocorridos não poderiam ser classificados de acordo com o tipo imputado pelo Colegiado, inexistiriam justificativas para a imposição de penalidades aos defendentes.

49. A defesa de João Gordinho foi encaminhada à CVM em 6.6.2014 (fls. 485-498) e, em resumo, apresentou os seguintes argumentos:

(i) ao reconhecer que as operações realizadas no presente processo não poderiam ser classificadas como práticas não equitativas, a proposta da Diretora- Relatora para a decisão do Colegiado de 11.3.2014 teria acertadamente reconhecido que essas operações não provocaram danos a terceiros nem colocaram as partes nela envolvidas em posição de desigualdade, o que poderia levar à conclusão de que tais operações não provocaram desequilíbrio de mercado;

(ii) para que sejam configuradas as condições artificiais de demanda, oferta e preço dos valores mobiliários, nos termos da Instrução CVM nº 08, de 1979, seria necessário um “conluio entre as contrapartes da operação, seja com a finalidade de provocar alterações na cotação dos valores mobiliários negociados, fabricando resultados, e/ou gerando alteração nos parâmetros de liquidez do papel” (fl. 488);

(iii) assim, como elemento caracterizador do ilícito, seria necessária a criação de “resultados transcendentais às próprias operações fabricadas entre as partes compradora e vendedora” (fl. 488);

(iv) ademais, os fatos analisados no precedente do Colegiado apontados pela Diretora-Relatora em 11.3.2014 não guardariam relação com os discutidos no presente processo;

(v) neste caso, as operações que geraram lucros para João Gordinho “em nada influíram na formação dos preços dos derivativos do mercado futuro de câmbio no período” (fl. 489), o que seria demonstrado pelo fato de os autos não mencionarem nada a respeito e também pelo fato de que todas as operações foram realizadas em mercado;

(vi) tendo em vista o volume geral negociado no período compreendido pelas operações objeto da acusação no mercado futuro de câmbio real/dólar, seria irrisório o valor do lucro obtido por João Gordinho, o qual seria incapaz de alterar a formação da taxa de câmbio no período;

(vii) conforme estudo apresentado pela defesa, o valor geral negociado nesse mercado no período compreendido pela acusação corresponderia a aproximadamente 3,5 trilhões de dólares,

sendo que o valor apurado por João Gordinho seria de aproximadamente 1,5 milhões de reais ou, em arredondamento grosseiro, 750 mil dólares;

(viii) a Gradual não teria sofrido prejuízos correlatos ao lucro obtido por João Gordinho, uma vez que não teriam sido contrapartes nas mesmas operações;

(ix) nesse sentido, não seria possível identificar a fabricação de lucros e/ou prejuízos fictícios para contrapartes em conluio, como nos exemplos clássicos de criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários;

(x) as operações contestadas pela Acusação foram realizadas com o objetivo exclusivo de “performar para a conta de Maria Gordinho” (fl. 494), não havendo qualquer intenção de afetar terceiros nem as condições de formação do preço da taxa de câmbio futuro real/dólar; e

(xi) conseqüentemente, não poderia ser identificado o dolo dos acusados, necessário para a configuração do tipo criação de condições artificiais de demanda, oferta e preço de valores mobiliários.

#### **IX. Novas propostas de termo de compromisso**

50. Em 7.7.2014, a Gradual e Fernanda Lima apresentaram novas propostas para a celebração de termo de compromisso com a CVM, oferecendo R\$100.000,00 e R\$50.000,00, respectivamente (fl. 501-514). No entanto, em 29.7.2014, as propostas de termos de compromisso foram recusadas pelo Colegiado.

51. Em 15.9.2014, isto é, posteriormente à intimação para o presente julgamento, João Gordinho apresentou proposta de termo de compromisso no valor de R\$100.000,00, argumentando que esse valor seria compatível com as irregularidades das condutas a ele imputadas, com decisões precedentes do Colegiado e com seus antecedentes (fls. 515-522). Considerando que, conjuntamente à proposta formulada por João Gordinho, seria encerrado o presente processo, a Gradual e Fernanda Lima protocolaram em 17.9.2014 pedido de reconsideração da deliberação do Colegiado de 29.7.2014 (fls.523-531).

Rio de Janeiro, 7 de outubro de 2014.

Luciana Dias  
DIRETORA

-----  
<sup>1</sup>Conclusão referente à análise feita em relação mês de abril de 2006, em razão de este ter sido o mês que se observou maior quantidade de contratos (fl. 278).

<sup>2</sup>- Como consequência, as ordens de negociação em que esses negócios foram registrados apresentaram horários de emissão posteriores aos da realização do negócio.

<sup>3</sup>- Contratado como Prestador de serviço, ocupando o cargo de Assessor na Corretora (fls. 256 e 257).

<sup>4</sup>- Segundo definição constante de apostila da BM&FBOVESPA e transcrita pela Acusação: “*Também definidas como operações não direcionais (ou de “trading relativo”), as estratégias de spread com futuros baseiam-se na compra e na venda simultânea de contratos para diferentes vencimentos, na expectativa de que possíveis alterações na diferença entre os preços dessas duas posições ocorram na direção desejada. Portanto, o objetivo de todo trader é prever e antecipar a direção na qual as diferenças entre os preços irão caminhar, selecionando aquelas oportunidades que apresentam maiores chances de se materializar*” (fl. 285).

<sup>5</sup>- Conforme explicado pela Acusação, as janelas estabelecem que negócios realizados em certo intervalo do dia sejam especificados até um horário limite.

6 - II - Para os efeitos desta Instrução conceitua-se como:

a) condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários aquelas criadas em decorrência de negociações pelas quais seus participantes ou intermediários, por ação ou omissão dolosa provocarem, direta ou indiretamente, alterações no fluxo de ordens de compra ou venda de valores mobiliários;

b) manipulação de preços no mercado de valores mobiliários, a utilização de qualquer

processo ou artifício destinado, direta ou indiretamente, a elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário, induzindo, terceiros à sua compra e venda;

c) operação fraudulenta no mercado de valores mobiliários, aquela em que se utilize ardid ou artifício destinado a induzir ou manter terceiros em erro, com a finalidade de se obter vantagem ilícita de natureza patrimonial para as partes na operação, para o intermediário ou para terceiros;

d) prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, aquela de que resulte, direta ou indiretamente, efetiva ou potencialidade, um tratamento para qualquer das partes, em negociações com valores mobiliários, que a coloque em uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação.

<sup>7</sup> Foram citados pelos defendentes: o Inquérito Administrativo CVM nº 17/99, julgado em 25.1.2000, o Inquérito Administrativo CVM nº 2/99, julgado em 6.9.2001, o Inquérito Administrativo CVM nº 6/94, julgado em 21.3.2002, o Processo Administrativo Sancionador CVM nº 4/00, julgado em 17.2.2005 e o Processo Administrativo Sancionador CVM nº 27/03, julgado em 18.8.2005.

<sup>8</sup> “Art. 25. O Colegiado poderá dar ao fato definição jurídica diversa da que constar da peça acusatória, ainda que em decorrência de prova nela não mencionada, mas existente nos autos, devendo indicar os acusados afetados pela nova definição jurídica e determinar a intimação de tais acusados para aditamento de suas defesas, no prazo de 30 (trinta) dias a contar do recebimento da intimação, facultada a produção de novas provas, observado o disposto na Seção III”.

<sup>9</sup> II - Para os efeitos desta Instrução conceitua-se como:

a) condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários aquelas criadas em decorrência de negociações pelas quais seus participantes ou intermediários, por ação ou omissão dolosa provocarem, direta ou indiretamente, alterações no fluxo de ordens de compra ou venda de valores mobiliários;

<sup>10</sup> A Deliberação CVM nº 14, de 1983, com objetivo de esclarecer práticas que se enquadrariam no conceito de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, conforme definido na Instrução CVM nº 8, de 1979, dispõe que *“as operações consideradas legítimas nos mercados de opções e a futuro não se confundem com negociações efetuadas nesses mercados, que, embora atendendo a requisitos de ordem formal, sejam realizadas com a finalidade de gerar lucro ou prejuízo, previamente ajustados, caracterizando-se tais operações, em geral, pela emissão de ordens de compra e venda com coincidência de intermediário, comitente, preço, horário ou quantidade, envolvendo grandes lotes, em opções de compra, ou em operações a futuro seguidas, em curto lapso de tempo, de operações reversas, ou com outras características que as diferenciem das negociações regulares”*. Na mesma deliberação, ressaltou-se *“aos participantes do mercado, especialmente às instituições intermediárias, que as operações a futuro e de opções de compra de ações, que configurem negócios com resultados adrede acertados, por provocarem alterações indevidas no fluxo de ordem de compra e venda de valores mobiliários e, conseqüentemente, no volume de negócios e na formação regular de preços, são capituladas pela INSTRUÇÃO CVM Nº 08, de 8.10.79, que vedou a prática e definiu o conceito de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, em obediência ao art. 18 (item II, " b" ) da LEI Nº 6.385, de 7.12.76”*.

<sup>11</sup> Vide Inquérito Administrativo CVM nº 02/99, julgado em 6.9.2001 (Voto do Diretor Relator Luiz Antônio de Sampaio Campos), Processo Administrativo Sancionador CVM nº 24/00, julgado em 18.8.2005 (Voto da Diretora Norma Parente), Processo Administrativo Sancionador CVM nº 12/04, julgado em 11.5.2010 (Voto do Diretor Relator Alexandro Broedel Lopes) e Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2013/04, julgado em 25.2.2014 (Voto da Diretora Relatora Ana Novaes).

<sup>12</sup> Art. 26. Na hipótese do art. 25, todos os acusados indicados pelo Colegiado serão intimados, devendo a intimação ser acompanhada exclusivamente da ata contendo a decisão do Colegiado.

### **Processo Administrativo Sancionador CVM nº 12/2010**

**Acusados:** Gradual CCTVM S.A.  
Agostinho Renoldi Junior  
Fernanda Ferraz Braga de Lima

**Assunto:** Apurar ocorrência de eventuais irregularidades em negócios realizados nos mercados futuros da BM&F, no período de 2006 a 2007, por intermédio da corretora Gradual CCTVM S.A.

**Relatora:** Diretora Luciana Dias

## Voto

### I. Introdução

1. Trata-se de processo administrativo sancionador instaurado pela Superintendência de Processos Sancionadores e pela Procuradoria Federal Especializada na CVM ("SPS" e "PFE", respectivamente, e "Acusação", quando referidas em conjunto), para apurar ocorrência de eventuais irregularidades em negócios realizados nos mercados futuros da BM&F, no período de 2006 a 2007, por intermédio da Corretora Gradual CCTVM S.A. ("Gradual" ou "Corretora").

2. Conforme verificado pela Acusação, parcela variável da remuneração de João Marcos Cintra Gordinho ("João Gordinho"), operador da Gradual, era paga por meio de resultados pré-determinados obtidos em operações realizadas, sobretudo, no mercado de Contrato Futuro de Taxa de Câmbio de Reais por Dólar Comercial ("DOL") em seu nome e em nome de sua esposa, Maria Olivia da Veiga Cintra Gordinho ("Maria Gordinho").

3. A parcela variável da remuneração de João Gordinho correspondia a aproximadamente 50% dos resultados obtidos pelo operador em negócios realizados com a carteira própria da Corretora. De acordo com a Acusação, para tanto, (i) a definição da estratégia relacionada à carteira da Corretora; (ii) o levantamento de seus resultados; e (iii) a definição do quanto deveria ser auferido por João Gordinho em operações em seu nome e de sua esposa eram conduzidos por esse operador em conjunto com Agostinho Renoldi Júnior, diretor de operações e sócio da Gradual ("Agostinho Renoldi").

4. Ademais, tal como apurado pela Acusação, a fim de assegurar resultados sempre positivos em operações realizadas em seu nome e no de sua esposa, João Gordinho se valia de determinadas condutas não autorizadas pela regulamentação, como, por exemplo, a especificação tardia de ordens, a reespecificação de ordens antes atribuídas à Corretora e o direcionamento de melhores negócios em uma determinada janela de operação da BM&F.

5. Ainda segundo a Acusação, com base nesses mecanismos, as operações eram especificadas em nome de João e Maria Gordinho somente quando seus resultados já eram conhecidos, fazendo com que esses comitentes não se sujeitassem, ao contrário dos demais participantes, aos riscos inerentes aos mercados nos quais operavam. Vale ressaltar, porém, que, de acordo com as informações prestadas pela Acusação, tais estratégias não foram adotadas em detrimento de outros clientes da Corretora.

6. Com base nessas razões, a Acusação entendeu que as operações praticadas por João Gordinho e pela Gradual, com o suposto aval de seus diretores Agostinho Renoldi e Fernanda Ferraz Braga de Lima ("Fernanda Lima"), não poderiam ser consideradas como equitativas. Desta forma, João Gordinho, Gradual, Agostinho Renoldi e Fernanda Lima foram acusados de infringir a vedação prevista no inciso I, e descrita no inciso II, alínea "d", da Instrução CVM nº 8, de 1979<sup>1</sup>.

7. Os fatos relacionados à Acusação não foram contestados pelas defesas dos acusados. Em suas defesas, no entanto, discutia-se se tais fatos seriam capazes de configurar um ilícito administrativo, em

especial, o de prática não equitativa.

8. Em 11.3.2014, o Colegiado aprovou a atribuição de nova definição jurídica aos fatos, imputando a todos os acusados a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, descrita no inciso II, alínea “a”, da mesma instrução<sup>2</sup>.

9. Traçado esse histórico, cabe esclarecer que, tal como informado por seus antigos procuradores, o diretor Agostinho Renoldi faleceu no ano de 2013, sendo extinta a punibilidade em relação a esse acusado.

10. No que diz respeito às defesas apresentadas pelos demais acusados, entendo que existem dois principais argumentos a serem enfrentados: (i) o primeiro deles, comum a todas as defesas, corresponde à ausência dos elementos necessários para a configuração do tipo “criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários”; e (ii) o segundo deles corresponde à individualização das condutas de cada um dos acusados, com especial atenção à conduta da acusada Fernanda Lima.

11. No entanto, previamente à análise das alegações da Acusação e dos dois pontos acima mencionados em relação à defesa, tratarei preliminarmente da proposta de termo de compromisso apresentada por João Gordinho após sua intimação para o presente julgamento e do pedido de reconsideração apresentado pela Gradual e Fernanda Lima em relação à decisão do Colegiado de 29.7.2014.

## **II. Questões preliminares**

12. Em proposta de termo de compromisso apresentada em 15.9.2014, João Gordinho se comprometeu a pagar a quantia de R\$100.000,00 e argumentou que a referida proposta atenderia aos requisitos previstos na Deliberação CVM nº 390, de 2001, sendo conveniente e oportuna. Conforme indicado pelo acusado, o valor proposto estaria em consonância com decisões anteriores do Colegiado e seria compatível com a gravidade das irregularidades a ele imputadas e com os fatos de não haver antecedentes, de as práticas terem sido cessadas e não terem acarretado prejuízos a terceiros.

13. Entretanto, considero que o valor proposto pelo acusado não é adequado ao caso ora discutido. Nesse sentido, observo que em precedentes recentes enfrentados pelo Colegiado para tratar de irregularidades relacionadas à Instrução CVM nº 8, de 1979, o valor compatível com a gravidade das infrações ali abordadas correspondeu ao dobro do suposto lucro obtido pelo acusado, corrigido pelo IPCA<sup>3</sup>. No presente processo, os valores obtidos por João Gordinho como resultado das operações questionadas pela Acusação superam bastante o valor ora proposto. Assim, voto pela rejeição da proposta de termo de compromisso.

14. Como consequência, entendo que o pedido de reconsideração apresentado pela Gradual e Fernanda Lima não traz nenhum elemento novo em relação àqueles analisados na decisão de 29.7.2014. Reitero a decisão de 29.7.2014 e entendo que a aceitação da proposta apresentada por estes dois acusados é inoportuna e inconveniente, devendo o processo ser levado a julgamento em relação a todos os acusados.

15. Feitas essas considerações, passo então à análise do mérito da Acusação.

### III. Criação de condições artificiais de demanda, oferta e preço de valores mobiliários

16. Em suas defesas, Gradual, Fernanda Lima e João Gordinho contestaram o enquadramento dos fatos apurados pela Acusação na infração definida pelo inciso II, alínea “a”, da Instrução CVM nº 8, de 1979. Para os acusados, tendo em vista o princípio da tipicidade, não estariam presentes neste caso todos os elementos caracterizadores do ilícito ali descrito, impedindo que este servisse de fundamento para a atribuição de quaisquer responsabilidades.

17. Esse entendimento, porém, não me parece correto. A infração em questão é vedada pelo inciso I, da Instrução CVM nº 8, de 1979, o qual é complementado pelo inciso II, alínea “a”, da mesma Instrução. De acordo com esse último dispositivo, as condições artificiais de demanda, oferta ou preço são *“aquelas criadas em decorrência de negociações pelas quais seus participantes, ou intermediários, por ação ou omissão dolosa provocarem, direta ou indiretamente, alterações no fluxo de ordens de compra ou venda de valores mobiliários”*.

18. Ademais, a Deliberação CVM nº 14, de 1983, destaca o caráter abrangente do ilícito ora discutido, evitando qualquer questionamento sobre eventual interpretação extensiva da Instrução CVM nº 8, de 1979.

19. Referida deliberação foi motivada pela constatação, pela CVM, no curso de suas atividades de fiscalização, da *“existência de negociações que desvirtuam a finalidade com que foram instituídos os mercados a futuro e de opções”*. Assim, essa deliberação esclareceu que não deveriam ser consideradas legítimas as operações *“que, embora atendendo a requisitos de ordem formal, sejam realizadas com a finalidade de gerar lucro ou prejuízo, previamente ajustados”*.

20. Nos termos dessa deliberação as operações *“que configurem negócios com resultados adrede acertados, por provocarem alterações indevidas no fluxo de ordem de compra e venda de valores mobiliários e, conseqüentemente, no volume de negócios e na formação regular de preços, são capituladas pela Instrução CVM nº 08, de 08.10.79, que vedou a prática e definiu o conceito de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários.”*

21. A Deliberação CVM nº 14, de 1983, se preocupou em não limitar as disposições da Instrução CVM nº 8, de 1979, tratando apenas de forma exemplificativa de modalidades de criação de condições artificiais de demanda, oferta e preço de valores mobiliários.

22. Mais que isso, a Deliberação CVM nº 14, de 1983, já destacava que operações que atendam aos requisitos formais, mas que fossem realizadas com a finalidade de gerar lucros ou prejuízos previamente ajustados configurariam a prática de criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários vedada pelo inciso I da Instrução CVM nº 8, de 1979.

23. Esses comandos e disposições me parecem claros e suficientes para enquadrar as condutas dos Acusados no tipo “criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários”. No entanto, as defesas contestam tal tipificação, alegando que os três os elementos caracterizadores da infração ora discutida não estariam presentes, a saber: (i) a realização de negociações artificiais; (ii) a ação ou omissão dolosa de seus participantes; e (iii) a alteração no fluxo de ordens de compra ou venda de valores mobiliários.



24. O primeiro desses elementos é questionado pelos acusados sob o argumento de que, no presente caso, as operações para fins de pagamento da remuneração de João Gordinho seriam realizadas com terceiros independentes e de acordo com parâmetros de mercado. Assim, não poderiam ser consideradas como artificiais ou simuladas.

25. Segundo os acusados, o tipo “*criação de condições artificiais de demanda, oferta e preço de valores mobiliários*” pressuporia o alinhamento de interesses entre as partes das negociações. Como consequência, as operações abrangidas por esse tipo estariam limitadas àquelas conhecidas como “esquenta-esfria”, “troca de chumbo”, “Zé com Zé”, dentre outras, nas quais resultados pré-combinados seriam obtidos por contrapartes atuantes em conluio.

26. As operações apontadas pelos acusados me parecem ser, de fato, as principais, ou, pelo menos, as mais conhecidas modalidades de criação de condições artificiais de demanda, oferta e preço de valores mobiliários. Contudo, não encontro nem na regulamentação nem em precedentes desta casa qualquer indicativo de que as operações vedadas pela Instrução CVM nº 8, de 1979, em razão da criação de condições artificiais estejam limitadas às citadas modalidades.

27. A meu ver, a alínea “a” do inciso II da mencionada instrução veda toda e qualquer operação cujos participantes (isolada ou conjuntamente) provoquem propositalmente alterações no fluxo de ordens de compra ou venda de valores mobiliários. E a primeira razão para tanto tem relação com o fundamento dessa vedação: a proteção da transparência e da eficiência do processo de formação de preço dos valores mobiliários<sup>4</sup>.

28. Para o adequado funcionamento do mercado de valores mobiliários, é imprescindível que esse processo seja pautado pela relação entre oferta e demanda, a qual pode ser influenciada por interferências indevidas em qualquer dessas pontas. Assim, a potencial criação tanto de aparente demanda quanto de aparente oferta de valores mobiliários contribui para a transmissão de um sinal ilusório ao mercado quanto à liquidez de um determinado título e, consequentemente, pode prejudicar a confiança e a higidez do mercado. Por isso, as operações feitas com finalidades alheias ao mercado têm sido interpretadas como a criação de uma condição artificial para fins da Instrução CVM nº 8, de 1979.

29. Em segundo lugar, o entendimento acima manifestado parece ser corroborado por precedentes do Colegiado, nos quais se reconheceu como artificiais as operações realizadas com finalidades alheias ao mercado de valores mobiliários<sup>5</sup>. Tais precedentes indicam que a utilização – por vezes sistemática – do mercado de valores mobiliários para fins e de forma diversa da esperada enseja prejuízo à livre e independente formação de preços e à confiança e higidez desse mercado<sup>6</sup>.

30. No presente caso, ainda que as operações utilizadas para a remuneração de João Gordinho não tenham sido pré-ajustadas com suas contrapartes, foram realizadas com a utilização de estratégias ilegítimas para os fins que visavam os acusados ou mesmo proibidas (a especificação tardia de ordens, a reespecificação de ordens antes atribuídas à Corretora e o direcionamento de melhores negócios em uma determinada janela de operação da BM&F), evitando que as carteiras de João e Maria Gordinho incorressem em riscos inerentes ao mercado e fazendo com que fossem obtidos os resultados já esperados pelo operador. Pelo menos da parte do operador, os resultados eram pré-definidos, sendo suas ordens alocadas ou reespecificadas de acordo com o objetivo almejado, isto é, a obtenção do valor pré-definido de sua remuneração variável.

31. Dito isso, reforço que o sistema utilizado para a remuneração de João Gordinho: (i) tinha como objetivo o alcance de resultados pré-determinados com base na atuação do operador em determinado

mês, isto é, era voltado à finalidade alheia ao mercado de valores mobiliários; (ii) se valia da especificação tardia, da reespecificação de ordens, do carregamento de posições, dentre outros artifícios que assegurassem posições vencedoras à carteira do operador e sua esposa; e (iii) conseqüentemente, eliminava os riscos a que as carteiras de João e Maria Gordinho poderiam estar sujeitas em negociações usuais nesse mercado.

32. Em suma, entendo que, apesar de se valer de mecanismo distinto de outras operações tipicamente consideradas como criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, as operações realizadas por João Gordinho alcançaram efeitos semelhantes àquelas.

33. O segundo elemento contestado pelos acusados com relação à caracterização da criação de condições artificiais de demanda, oferta e preço de valores mobiliários diz respeito à exigência de ação ou omissão dolosa de seus participantes. Para os acusados, o dolo deveria corresponder à pretensão de se criar um falso mercado, o que não teria ocorrido no presente caso.

34. Entretanto, parece-me clara a configuração do dolo, isto é, da vontade livre e consciente dos acusados de incorrer no ato que configura o ilícito, ou seja, de realizar em mercado operações cujo resultado foi previamente acordado. Conforme apurado pela Acusação e ratificado em parte das defesas, o sistema de remuneração de João Gordinho foi conscientemente negociado e implementado pelo operador em conjunto com o diretor Agostinho Renoldi.

35. Ademais, a consciência de que o comportamento dos acusados era irregular também me parece clara na medida em que as defesas de Fernanda Lima e da Gradual contestam o enquadramento jurídico dado, mas não defendem o sistema de remuneração em si. Nesse sentido, os acusados indicam expressamente que: “[n]ão estamos defendendo a prática, apenas posicionando os fatos e circunstâncias do caso concreto à luz das acusações formuladas” (fl. 475).

36. Por fim, os acusados afirmam que um terceiro elemento seria necessário para a caracterização do tipo de ilícito reconhecido pelo Colegiado em 11.3.2014: “a efetiva alteração de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários objeto das operações” (fl. 466). Em seguida, buscam demonstrar que o volume de operações relacionadas ao sistema de remuneração de João Gordinho não seria significativo, nem capaz de alterar o processo de formação de preços nos mercados em que foram realizadas.

37. Contudo, também discordo desse argumento. Em linha com precedentes do Colegiado (inclusive, mais recentes do que aqueles discutidos pelos acusados)<sup>7</sup>, entendo que ainda que a Acusação não tenha discutido se as operações fugiram ou não dos padrões de mercado, os artifícios envolvidos para a emissão e alocação de ordens – que não foram refutados pelos acusados – são suficientes para que se considere a apresentação de indícios ilusórios ao mercado com relação à liquidez e volume de negociação dos ativos objeto dessas operações.

38. Tais precedentes consideram que a constatação de artificialidade de uma determinada operação seria suficiente para demonstrar a alteração de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, tornando desnecessária a quantificação dessa alteração. Afinal, o intuito da norma ora discutida é vedar “toda e qualquer situação que possa, potencialmente, prejudicar o bom funcionamento do mercado de capitais e a sua higidez”<sup>8</sup>.

39. Em virtude do exposto acima, entendo que as operações realizadas para viabilizar o pagamento

de remuneração variável a João Gordinho implicaram a criação de condições artificiais de demanda, oferta e preço de valores mobiliários, em violação à Instrução CVM nº 8, de 1979.

#### **IV. Responsabilidade dos acusados**

40. Resta enfrentar os argumentos das defesas quanto à individualização das condutas e às responsabilidades de cada um dos acusados.

41. Em primeiro lugar, entendo ser clara a responsabilidade tanto da Gradual quanto de João Gordinho com relação à infração. Ambos eram as duas partes do negócio subjacente ao sistema de pagamento de remuneração: de um lado, o operador era o contratado, a quem a remuneração era devida e também quem implementava as operações; de outro, a Corretora era a contratante, responsável pelo pagamento da remuneração, destinatária de benefícios oriundos da implementação desse sistema de remuneração (ainda que esses benefícios tenham sido de ordem tributária e trabalhista, cuja aferição escapa à competência da CVM) e também participante direta desse sistema, na medida em que a carteira própria da Corretora arcava com as ordens perdedoras, isto é, que não obtivessem os resultados almejados para remunerar João Gordinho.

42. Parece-me claro o dolo, isto é, a intenção tanto do operador quanto da Gradual ao estruturar e implementar o sistema de remuneração e a ciência de sua irregularidade.

43. No entanto, a análise de responsabilidade de Fernanda Lima me parece mais complexa.

44. Conforme indicado em sua defesa, Fernanda Lima assumiu suas funções de diretora da Gradual somente em janeiro de 2007. Além disso, foi responsável pelo cumprimento do disposto nas Instruções CVM nº 301, de 1999, 387, de 2003 (revogada pela Instrução CVM nº 505, de 2011) e 505, de 2011, na Gradual entre janeiro de 2007 e julho de 2012.

45. No entanto, de acordo com os depoimentos prestados, em razão das atividades sob sua responsabilidade, teria tomado conhecimento do sistema de remuneração de João Gordinho somente em junho de 2007, quando da implementação do Programa de Qualificação Operacional da BM&F ("PQO").

46. Ocorre que, conforme alegado pela Acusação, o referido sistema de remuneração estaria em funcionamento desde 2006 e teria se perpetuado até novembro de 2007, isto é, por onze meses após a posse de Fernanda e por cerca de cinco meses após a diretora ter tomado conhecimento dele. Além disso, Fernanda Lima alega que teria sido responsável pela implementação de um novo sistema de remuneração do operador João Gordinho.

47. Assim, de um lado, parece-me claro que Fernanda Lima não implementou o sistema de remuneração de João Gordinho. De outro, com relação à perpetuação desse sistema, tenho algumas considerações.

48. A responsabilização de certos administradores de intermediários por condutas perpetradas por seus prepostos é um debate recorrente no curso dos processos sancionadores da CVM. Isso porque várias instruções emitidas pela CVM criam centros de imputação de responsabilidade ao atribuir a um ou mais indivíduos (os chamados "diretores responsáveis") a missão de assegurar a implementação de

procedimentos e controles internos necessários para que certas normas sejam cumpridas pelo administrado<sup>9</sup>. E esse era o papel desempenhado por Fernanda Lima na Gradual.

49. A regulação espera que esses indivíduos estabeleçam práticas operacionais capazes de garantir o cumprimento dos comandos normativos dentro das instituições pelas quais são responsáveis perante a CVM. Para isso, a regulação atribui a esses indivíduos a responsabilidade por implementar regras, procedimentos e controles internos que assegurem o cumprimento da legislação.

50. Como já me manifestei em outras oportunidades, a construção desses núcleos de imputabilidade é uma estratégia regulatória legítima que visa a criar incentivos para que determinados executivos construam, dentro das estruturas internas dos prestadores de serviços do mercado de valores mobiliários, redes de cumprimento e fiscalização das normas legais, regulamentares, provenientes da autorregulação ou mesmo das regras da própria instituição.

51. Espera-se que esses diretores responsáveis comprovem que implementaram mecanismos adequados para assegurar o cumprimento do mandamento legal ou regulamentar, que supervisionaram com diligência, enfim, que promoveram esforços razoáveis para assegurar o cumprimento sistemático da regulação por aquela instituição e seus membros. Se esses mecanismos foram satisfatoriamente implementados e se o diretor em questão provou ser diligente, ainda que haja uma falha pontual, não há que se falar em responsabilidade desse diretor<sup>10</sup>.

52. Em linha com essa estratégia regulatória, a então Diretora Maria Helena Santana, no voto proferido no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2005/8510, julgado em 4.4.2007, esclareceu que o diretor responsável: *“só poderia ser eximido de culpa no caso em que ficasse demonstrado que ele tomou cuidados e providências para garantir o cumprimento dessas obrigações, que apesar de sua atuação não teriam sido seguidas”*.

53. Nesse sentido, ainda que Fernanda Lima pudesse ser considerada pela CVM como responsável, por exemplo, pela implementação das regras preconizadas pela Instrução CVM nº 387, de 2003 (revogada posteriormente pela Instrução CVM nº 505, de 2011) e, alguns meses depois de sua posse tivesse ciência do sistema de remuneração de João Gordinho, pesam em favor da diretora as medidas por ela adotadas para a correção das falhas apuradas na gestão da Gradual.

54. Não obstante essa constatação, para a Acusação o tempo pelo qual as operações se prorrogaram (cinco meses após a diretora ter tomado ciência dos fatos) e o montante envolvido seriam bastante significativos e, por isso, Fernanda Lima mereceria ser punida. A diretora, portanto, teria contribuído ou, no mínimo, permitido passivamente a perpetuação das irregularidades entre julho e novembro de 2007.

55. No entanto, o período de cinco meses indicado por Fernanda Lima como necessário para sanar os problemas ora discutidos me parece razoável tendo em vista a dimensão desses problemas e as demais atividades conduzidas paralelamente para o aprimoramento da gestão da Gradual e adaptação às regras do PQO.

56. Com isso, entendo restar fragilizada a identificação do dolo de Fernanda Lima para a configuração do tipo “criação de condições artificiais de demanda, oferta e preço de valores mobiliários”.

## V. Penalidades

**54.** Diante do exposto, considerando a gravidade das infrações e a primariedade dos acusados, voto no sentido de:

(i) absolver **Fernanda Ferraz Braga de Lima**;

(ii) condenar **João Marcos Cintra Gordinho** pela criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, vedada pela Instrução CVM nº 8, de 1979, inciso II, alínea "a", à pena de multa individual no valor de R\$693.739,40 (seiscentos e noventa e três mil, setecentos e trinta e nove reais e quarenta centavos), equivalente a 30% (trinta por cento) das operações irregulares realizadas<sup>11</sup>, conforme artigo 11, inciso II, da Lei nº 6.385, de 1976; e

(iii) condenar a **Gradual CCTVM S.A.** pela criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, vedada pela Instrução CVM nº 8, de 1979, inciso II, alínea "a", à pena de multa individual no valor de R\$200.000,00 (duzentos mil reais), conforme artigo 11, inciso II, da Lei nº 6.385, de 1976.

Rio de Janeiro, 7 de outubro de 2014.

Luciana Dias  
DIRETORA

-----  
<sup>1</sup> "I - É vedada aos administradores e acionistas de companhias abertas, aos intermediários e aos demais participantes do mercado de valores mobiliários, a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, a manipulação de preço, a realização de operações fraudulentas e o uso de práticas não equitativas.

II - Para os efeitos desta Instrução conceitua-se como: (...)

d) prática não equitativa no mercado de valores mobiliários, aquela de que resulte, direta ou indiretamente, efetiva ou potencialidade, um tratamento para qualquer das partes, em negociações com valores mobiliários, que a coloque em uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação".

<sup>2</sup> II - Para os efeitos desta Instrução conceitua-se como:

a) condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários aquelas criadas em decorrência de negociações pelas quais seus participantes ou intermediários, por ação ou omissão dolosa provocarem, direta ou indiretamente, alterações no fluxo de ordens de compra ou venda de valores mobiliários;

<sup>3</sup> Como exemplo, vide o Processo CVM nº RJ2013/8159, decidido em 25.2.2014.

<sup>4</sup> Nesse sentido, vide Processo Administrativo Sancionador CVM nº 12/04, julgado em 11.5.2010, voto do Diretor Relator Alessandro Broedel Lopes.

<sup>5</sup> Vide Processos Administrativos Sancionadores CVM nº 24/00, julgado em 18.8.2005 (voto da Diretora Norma Parente), 16/01, julgado em 3.11.2005 (voto da Diretora Norma Parente), 12/04, julgado em 11.5.2010 (voto do Diretor Relator Alessandro Broedel Lopes) e RJ2013/04, julgado em 25.2.2014 (voto da Diretora Relatora Ana Novaes).

<sup>6</sup> Nesse sentido, vide Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2013/04, julgado em 25.2.2014, voto da Diretora Relatora Ana Novaes.

<sup>7</sup> Vide Processos Administrativos Sancionadores CVM nº 24/00, julgado em 18.8.2005 (voto da Diretora Norma Parente), 16/01, julgado em 3.11.2005 (voto da Diretora Norma Parente), 12/04, julgado em 11.5.2010 (voto do Diretor Relator Alessandro Broedel Lopes) e 06/04, julgado em 9.11.2010 (voto do Diretor Relator Alessandro Broedel Lopes).

<sup>8</sup> Processo Administrativo Sancionador CVM nº 12/04, julgado em 11.5.2010 (voto do Diretor Relator Alexsandro Broedel Lopes).

<sup>9</sup> Isso ocorre com os diretores de relações com investidores nas companhias abertas, cujas responsabilidades estão descritas na Instrução nº 480, de 2009, com o diretor responsável e com o diretor de supervisão, nas instituições autorizadas a realizar operações com valores mobiliários em mercados regulamentados, nos termos do art. 4º da Instrução nº 505, de 2011, entre outros.

<sup>10</sup> O Diretor Otavio Yazbek, no Processo Administrativo Sancionador CVM Nº RJ2010/9129, julgado em 9.8.2011, que tratava da responsabilidade do diretor indicado pelo administrador de carteira pessoa jurídica como responsável perante a CVM, nos termos do art. 7º da Instrução CVM nº 306, de 1999, enfrentou tese de defesa semelhante, a qual com serenidade respondeu: “[a] lógica de se estabelecer focos de responsabilização – diretores responsáveis por atividades específicas – é a de criar não apenas centros de imputação de responsabilidades, de modo que estas não fiquem sempre diluídas na pessoa jurídica, mas também a de, com isso, criar estímulos para a conduta diligente – ou protetiva – dos administradores designados para aquelas funções.

*Assim, ainda que uma determinada instituição sempre tenha adotado más práticas, de maneira generalizada, cabe ao diretor responsável registrar seus esforços, tomar medidas hábeis tanto a resolver os problemas existentes, quanto a delimitar sua responsabilidade. E isso, vale dizer, é um dos elementos a diferenciar a responsabilidade de que aqui se está tratando de responsabilidade objetiva. Também não é de inversão do ônus da prova que se trata no presente caso, uma vez que a situação, de flagrante irregularidade, restou também comprovada”.*

<sup>11</sup> As operações irregulares em nome do acusado estão identificadas nos parágrafos 16, 27 e 30 do Relatório

-  
-

**Manifestação de voto do Diretor Roberto Tadeu Antunes Fernandes na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 12/2010 realizada no dia 07 de outubro de 2014.**

Senhor Presidente, eu acompanho o voto da Relatora.

Roberto Tadeu Antunes Fernandes  
DIRETOR

**Manifestação de voto da Diretora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 12/2010 realizada no dia 7 de outubro de 2014.**

Senhor Presidente, eu acompanho o voto da Relatora.

Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes  
DIRETORA

**Manifestação de voto do Presidente da CVM, Leonardo P. Gomes Pereira, na Sessão de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº 12/2010 realizada no dia 7 de outubro de 2014.**

Eu também acompanho o voto da Relatora e proclamo o resultado do julgamento, em que o Colegiado desta Comissão, por unanimidade de votos, decidiu por uma absolvição e pela aplicação de penalidades de multas pecuniárias individuais, nos termos do voto da Diretora-relatora.

Encerro a Sessão, informando que os acusados punidos poderão interpor recurso voluntário, no prazo legal, ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional e que a CVM interporá recurso de ofício da decisão absolutória.

Leonardo P. Gomes Pereira

PRESIDENTE